



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 636 - ТП от 30.08.2021 г.

С писмо, вх. № 15-00-7 от 03.08.2021 г., на основание чл. 149, ал. 1 и ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В., Кралство Нидерландия за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Евро-Финанс“ АД, гр. София, на 1 650 броя акции (33%) от капитала на „ЧЕЗ Електро България“ АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

След като разгледа и обсъди съдържанието на търговото предложение и приложените към него документи КФН установи, че са налице следните непълноти и несъответствия, които е необходимо да се отстранят:

I. По съдържанието на предложението:

Общи бележки:

1. С цел яснота на представената в търговото предложение информация, е необходимо всички абревиатури и използвани дефиниции да бъдат изписани с пълните им наименования на относимите места или съответно като част от търговото предложение да бъде предвиден изричен списък, където същите да бъдат пояснени.

2. Доколкото в част от таблиците в търговото предложение не са посочени използваните мерни единици на оповестените данни, в коригираното търгово предложение е необходимо всички таблици да съдържат посочване на използваните мерни единици на заложените финансови и нефинансови показатели.

1. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б” от Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13)- Данни за предложителя:

1.1. Необходимо е да се посочат, телефон, електронен адрес (e-mail) и електронна страница на търговия предложител, или съответно да се направи подходящо изявление в търговото предложение, в случай че търговият предложител няма такива, включително по какъв начин ще може да бъде осъществен контакт с „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В.

1.2. Следва да се посочи качеството на лицата, управляващи „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В., доколкото информация в този смисъл не е представена в съдържанието на търговото предложение.

1.3. На стр. 4 от търговото предложение е посочено, че няма други лица, освен изброените в предложението, които да притежават повече от 10% от капитала на „Еврохолд България“ АД. Доколкото на оповестяване подлежат лицата, които пряко или чрез свързани лица притежават повече от 5 на сто от гласовете в общото събрание на предложителя или могат да го контролират, е необходимо да се оповести информацията относно лицата, които притежават повече от 5% от капитала на „Еврохолд България“ АД.

1.4. С цел пълнота, и на основание чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б“, подбуква „вв“ от Наредба № 13, в информацията по т. I. „Данни за търговия предложител“ от търговото предложение следва да се представят данни за размера на капитала на дружествата – непреки акционери в търговия предложител, както и за броя акции или дялове и права на глас в общите събрания, които притежава конкретното лице (физически и юридически лица) в съответното дружество - непрек акционер в търговия предложител, доколкото е оповестено само процентното изражение на дяловото участие на лицата - акционери.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 3 от Наредба № 13 - Данни за дружеството - обект на търгово предложение:

2.1. В информацията по т. III „Данни за дружеството - обект на търговото предложение“ и на другите относими места от търговото предложение, изявлението относно заявените за вписване в търговския регистър промени в състава на Надзорния съвет (НС) и Управителния съвет (УС) на дружеството – обект на търговото предложение, следва да се редактира, доколкото към 04.08.2021 г. промените в състава на НС и УС на „ЧЕЗ Електро България“ АД са вписани по партидата на дружеството в търговския регистър.

2.2. На стр. 6 от търговото предложение в информацията, отнасяща се до данни за дружеството – обект на търговото предложение, е допусната техническа грешка, доколкото е посочено като основание решението на ОСА на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, за промяна в състава на УС и НС на „ЧЕЗ Електро България“ АД. Необходима е корекция в този смисъл.

3. По чл. 24, ал. 1 т. 5 от Наредба № 13, съответно по чл. 150, ал. 2, т. 4 от ЗППЦК - Информация за предлаганата цена за акция:

3.1. Необходимо е да бъде разкрита подробна информация относно изплатения на 07.05.2021 г. от „ЧЕЗ Електро България“ АД брутен дивидент в размер на 5 867,49 лв./акция, включително следва да бъде представена информация относно причините, поради които се налага корекция на стойността на среднопретеглената пазарна цена на акциите за предходните 6 месеца преди регистрацията на предложението. Следва да бъде посочена конкретната стойност на използвания коригиращ фактор, както и информация за направените изчисления. При необходимост следва да бъде направена съответната корекция на среднопретеглената пазарна цена на акциите за предходните 6 месеца преди регистрацията на предложението на всички относими места в търговото предложение.

3.2. С цел удостоверяване на платената от търговия предложител цена за придобиване на мажоритарния пакет акции на „ЧЕЗ Електро България“ АД, следва да бъде представено надлежно заверено копие от сключения договор между „Еврохолд България“ АД (купувач) от една страна и „ЧЕЗ“ А.С. и „ЧЕЗ Българийн Инвестмънтс“ Б.В. (продавачи) от друга страна за покупка на активите на ЧЕЗ в България или друг договор, в случай че има такъв, който има отношение към цената по сделката. В случай че към договорите в последствие има сключвани анекси, техни копия също следва да бъдат представени в КФН. Също така, следва да бъде представено копие от пазарна оценка на „ЧЕЗ Електро България“ АД, която има отношение към формиране на стойността на акциите на дружеството и впоследствие на заплатената цена от търговия предложител. От представените в КФН документи следва по категоричен начин да се удостоверява посочената в търговото предложение най-висока цена за една акция на „ЧЕЗ Електро България“ АД, заплатена от търговия предложител, от свързани с него лица и лица по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК през последните 6 месеца преди регистрацията на търговото предложение. Обръщам Ви внимание, че посочената цена следва да отчита и погасените заеми към продавачите по сделката, предоставени на „ЧЕЗ Електро

България“ АД (в случай че е договорено погасяване на такива заеми), включително и дължимите лихви. Доколкото горепосочените документи са необходими за произнасяне на КФН по административното производство, тъй като предложената цена по търговото предложение следва да е съобразена с чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК, то същите документи следва да бъдат представени в цялост, без да бъдат заличавани части от тях. В тази връзка следва да се има предвид, че съгласно чл. 24, ал. 1 от Закона за Комисията за финансов надзор информацията, която КФН създава и получава за целите на финансовия надзор или във връзка с него, е професионална тайна и не се разкрива публично.

4. По чл. 24, ал. 1, т. 8 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 8 от ЗППЦК - Информация относно условията на финансиране на придобиването на акциите, включително дали предложителят ще ползва собствени или заемни средства:

Към коригираното търгово предложение следва да се представят копия от документи, съответно преведени на български език, доказващи, че търговият предложител разполага с необходимия размер средства за придобиване на пакета акции (1 650 броя акции), който не притежава и иска да придобие, на предлаганата цена за акция, доколкото към търговото предложение е представен банков документ за налични средства по сметка на предложителя в размер на 12 201 832.58 евро (левовата равностойност на която, по фиксирания курс от 1,95583 лв. за едно евро, възлиза на 23 864 710.21 лв.), която сума не е достатъчна за придобиването на целия пакет акции, който търговият предложител възнамерява да закупи на предложената в търговото предложение цена за акция. С оглед на горното доказателствата (банково удостоверение, банкова референция, включително и копие на договор за банкова гаранция или друг документ), издадени от банка (кредитна институция), следва да съдържат неотменим ангажимент на съответната банка (кредитна институция) да осигури финансиране на търговия предложител за пълния размер на необходимата сума за заплащане на посочената в коригираното търгово предложение цена на акционерите, приели търговото предложение за закупуване на акциите на „ЧЕЗ Електро България“ АД. Съответните банкови документи следва да съответстват на изискването на чл. 24, ал. 3, т. 3, предложение второ от Наредба № 13 и да са издадени към датата, предхождаща внасянето на коригираното търгово предложение.

5. По чл. 24, ал. 1, т. 9 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 9 от ЗППЦК - Данни относно намеренията на предложителя за бъдещата дейност на дружеството - обект на търгово предложение, и на предложителя - юридическо лице, доколкото е засегнат от търговото предложение:

5.1. Информацията относно намеренията на търговия предложител за преобразуване или прекратяване, за прехвърляне на контрол на трети лица, за промени в размера на капитала, или за промени в политиката при разпределяне на дивиденди, следва да се представи по отношение и на двете дружества – търговият предложител и дружеството – обект на търговото предложение, доколкото от посоченото в търговото предложение не може да се установи еднозначно дружеството, за което се отнася информацията. При оповестяване на информацията следва да се има предвид, изложеното в т. VIII „Условия за финансиране на придобиването на акциите“, във връзка с предоставянето на неусвоена част от кредитна линия по договор за заемни средства на „Ийстърн Юрпийн Електрик Къмпани II“ Б.В, които ще бъдат предоставени на търговия предложител под формата на увеличаване на капитала, в случай на одобряване на настоящото търгово предложение.

5.2. Съгласно изискванията на чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „в“ от Наредба № 13 следва да се представи изрична информация за финансовата стратегия на търговия предложител

„Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В., за период от 3 години след сключване на сделката. Информацията е необходима доколкото в текста на т. IX от търговото предложение е дадена информация за стратегията за търговия предложител като цяло, без да е налице информация за финансовата му стратегия, каквото е изискването на цитираната по-горе разпоредба на Наредба № 13.

5.3. В информацията по т. „Описание на ключовите моменти на стратегическия план“, допуснатата грешка при посочване на управителния орган на „ЧЕЗ Електро България“ АД, следва да се коригира, като се има предвид, че дружеството има двустепенна система на управление.

6. По чл. 24, ал. 1, т. 10 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 10 от ЗППЦК - Предвиденият ред за приемане на предложението и начина за плащане на цената:

Следва да се коригира изявлението на стр. 47, абзац 5 от търговото предложение, доколкото в информацията относно съхраняването на средствата на приели предложението акционери, които не са ги потърсили в определен срок, некоректно е посочен срок от 7 дни, а не 7 работни дни.

7. По чл. 24, ал. 1, т. 11 от Наредба № 13 – Информация за приложимия ред, в случай че търговото предложение бъде оттеглено от предложителя:

С цел пълнота на информацията, изложена в търговото предложение, е необходимо да се посочи предвиденият в чл. 155, ал. 3, изречение второ от ЗППЦК срок, в който инвестиционният посредник и „Централен депозитар“ АД осигуряват условия за връщането на депозираниите удостоверителни документи за акциите на приелите търговото предложение акционери.

8. По чл. 24, ал. 1, т. 17 от Наредба № 13 - Други обстоятелства или документи, които по преценка на предложителите имат съществено значение за осъществяването търгово предложение:

Необходимо е направеното изявление в т. XVII от търговото предложение, че търговият предложител счита, че не съществуват други данни или документи, които имат съществено значение за осъществяване на търговото предлагане, да се коригира, доколкото Наредба № 13 не въвежда изискване за същественост.

9. По чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК – Обосновка на предлаганата цена:

9.1. По отношение на обосновката на предлаганата цена следва да се отстранят единствено конкретно посочените по-долу несъответствия, като датата на оценката и датата на регистрация на търговото предложение не следва да се коригират.

9.2. Съгласно изискването на чл. 21, ал. 1, т. 4 от Наредба 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41), резюмето на данните от оценката по чл. 20, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41 следва да включва информация относно балансовата стойност на неоперативните активи на оценяваното дружество, в случай че има такива към датата на последния публикуван финансов отчет. Доколкото такава информация не е разкрита в съдържанието на търговото предложение, същата следва да бъде надлежно оповестена. В случай че дружеството има неоперативни активи, следва да бъде приложена разпоредбата на чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41, съответно към стойността, получена при прилагане на метода „Дисконтирани парични потоци“ да бъде добавена стойността на неоперативните активи.

9.3. С оглед изискването на чл. 21, ал. 1, т. 7 от Наредба № 41, следва да бъде направено изрично изявление дали през последните 12 месеца преди датата на обосновката – 29.07.2021 г. е била изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител, съответно при наличие на такава следва да бъде разкрита информацията относно тази оценка, включително данни за определената цена, цел на оценката, дата на оценката, място, където заинтересованите лица могат да се запознаят с тази оценка. В случай че такава оценка е била извършена, в КФН следва да бъде представено копие на този експертен доклад.

9.4. На стр. 17 от търговото предложение неправилно е посочено, че „Дружеството е част от голям енергиен конгломерат, чийто мажоритарен собственик е Република Чехия“. Доколкото посоченото изявление не е актуално към датата на регистрация на търговото предложение, цитираният текст следва да бъде редактиран.

9.5. В таблицата на стр. 16 от търговото предложение са представени некоректни стойности по статия „*Нетна печалба*“, които не съответстват на посоченото във финансовите отчети на дружеството за съответните периоди. Вместо статия „*Печалба за годината*“ от одитираните финансови отчети са посочени стойности от статия „*Общо всеобхватен доход за годината, нетно от данъци*“. Посочената неточност следва да бъде отстранена. В таблицата на стр. 16-17 не са попълнени данните в ред 13, 14, С, Т, Ц, Ч и Ш към 30.06.2021 г., с оглед на което същите следва да бъдат посочени в таблицата в текста на коригираното търгово предложение.

9.6. Текстовото разглеждане на източниците на информацията в търговото предложение (стр. 32), използвани при обосновката на цената, следва да бъде допълнено с посочване на базата данни на ICIS (Independent Commodity Intelligence Services) и Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030 (ИПОЕК), както и прогнози на The Economist Intelligence Unit, доколкото тези данни са използвани за определяне на различните показатели при прилагане на метода „Дисконтирани парични потоци“.

По представените оценъчни модели:

А. По отношение на метода „Дисконтирани парични потоци“

9.7. С оглед изискванията на чл. 7 от Наредба № 41, в обосновката на метода „Дисконтирани парични потоци“ следва да бъдат разгледани причините относно избора на модела на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE), като най-подходящ за оценка на акциите на дружеството. Допълнително, следва да бъде разгледана неприложимостта на модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), както и на модела на дисконтираните дивиденди (DDM).

9.8. Необходимо е да бъде прецизирано направеното изявление под формулата на стр. 20 от търговото предложение, доколкото от изложената в обосновката информация е видно, че прогнозните данни за нетните парични потоци обхващат период от 6 години.

9.9. Необходимо е да бъде посочен източникът на информацията, въз основа която са направени допусканията за определянето на безрисковата норма на възвращаемост (R_f), включително да бъде посочен електронен адрес в интернет, на който е осигурен достъп до конкретно използваните данни. Допълнително следва да бъде направена обосновка относно причините, поради които за определяне на безрисковата норма на възвращаемост е използвана доходността на български ДЦК, включително в обосновката следва да се вземе предвид обстоятелството, че държавният дълг на развиващи се страни, каквато е Република България, не носи най-високия инвестиционен рейтинг.

9.10. С оглед на необходимостта акционерите на „ЧЕЗ Електро България“ АД лесно да могат да проверят съответните данни и информацията, съгласно изискванията на

чл. 7 от Наредба № 41 следва да бъде представена подробна информация относно използваните месечни данни и метода на изчисляване на стойността на пазарната рискова премия (ERP), включително да бъде посочен електронен адрес в интернет, на който е осигурен достъп до конкретно използваните данни от изследванията на проф. А. Дамодаран, тъй като при преглед на посочения на стр. 26 електронен източник не се открива използваната стойност от 6,27%. Също така, следва да бъде уточнено кой точно показател е използван за определяне на ERP, съответно да бъде представена аргументирана обосновка за направения избор. Допълнително следва да се има предвид, че в таблицата на стр. 26 в първата колона е посочено пазарна рискова премия (ERP), а в третата колона е посочено „Рискова премия за българския капиталов пазар“, което по същество представлява премия за странови риск, като по този начин се създава неяснота относно естеството на посочената стойност от 6,27%. Следва да се има предвид, че доколкото за определяне на безрисковата норма на възвращаемост (Rf) е взета доходността на български ДЦК, в които вече е интегрирана премията за странови риск, не би следвало отново да се добавя премия за странови риск.

9.11. На стр. 18 от търговото предложение е посочено, че *„Характерът на дейността на „ЧЕЗ Електро България“ АД и монополното положение на Дружеството на пазара за обществено снабдяване и търговия с електроенергия в Западна България не предполагат съществено влияние на потенциални промени в макросредата върху оперативната дейност и финансовото състояние на Дружеството“*. Предвид горепосоченото използването на премия за размер на дружеството (3,16%) е необосновано и следва да отпадне при определяне на цената на финансиране със собствен капитал.

9.12. Доколкото в търговото предложение не е представена обосновка на направените допускания за определяне на съотношението дълг/собствен капитал, следва да бъде представена подробна информация относно начина на изчисляване на дела на собствения капитал, съответно на дела на привлечения капитал, като изрично следва да бъде уточнено дали при изчислението на относителните дялове на дълга и собствения капитал в капиталовата структура за целите на определянето на нормата на дисконтиране са използвани балансовите или пазарни стойности на тези показатели, съответно към коя дата. С оглед на разпоредбата на чл. 12, ал. 4 от Наредба № 41, в случай че са използвани балансовите стойности, следва да бъде представена необходимата обосновка на направения избор. При необходимост стойността на съотношението дълг/собствен капитал следва да бъде коригирана на база капиталовата структура на дружеството и съответно да бъдат направени съответните преизчисления по метода.

9.13. За целите на изчисляване на цената на финансиране със собствен капитал е използвана средна аритметична стойност на коефициента „бета без дълг“ на четири чуждестранни дружества, осъществяващи дейност в енергийния сектор на Русия и Южна Америка. Доколкото тези дружества не могат да бъдат приети за сравними по ключови показатели с оценяваното дружество, коефициентът „бета без дълг“ следва да бъде определен и обоснован по друг подходящ начин. Следва да се има предвид, че общоприета практика за определяне на стойността на коефициента „бета без дълг“ е въз основа на данните на проф. А. Дамодаран от Университета в Ню Йорк. При определяне на коефициента „бета без дълг“ следва да бъде представена информация и обосновка по отношение на данните за пазара и периода, спрямо които е определен коефициентът на оценяваното дружество.

9.14. Видно от данните в последния публикуван неаудитиран междинен финансов отчет на „ЧЕЗ Електро България“ АД към 30.06.2021 г., дружеството има лихвоносни задължения. Същевременно на стр. 26 от търговото предложение е посочено, че *„ЧЕЗ Електро България“ АД „се финансира изцяло със собствен капитал и няма дълг, като по тази причина не е необходимо да бъде извършена допълнителна корекция на*

използваната средна стойност на бета коефициентите без ливъридж за компаниите-анализи, която да отрази ливъриджа на оценяваното дружество“. В противоречие на цитирания текст в таблицата на стр. 26 за определяне на цената на финансиране със собствен капитал, средната стойност на бета коефициентите без ливъридж (0,57) е коригирана и стойността на бета с ливъридж е определена в размер на 0,60. С оглед на гореизложеното информацията по отношение на коефициента „бета с дълг“ на оценяваното дружество следва да бъде представена по ясен и непротиворечив начин, включително да се съобрази с направената по-горе бележка относно съотношението дълг/собствен капитал.

9.15. На база заложените стойности в първата таблица на стр. 26 от търговото предложение и представената формула на стр. 25 се получава цена на финансиране със собствен капитал в размер 8,56%, а не посочената стойност от 8,4%. Допуснатата грешка следва да бъде отстранена, като бъдат извършени съответните корекции в изчисленията по метода.

9.16. Необходимо е да бъдат прецизирани посочванията „Среднопотеглена цена на капитала“ на стр. 26, доколкото в настоящото търгово предложение е използван моделът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE), при който се използва норма на дисконтиране, равна на цената на финансиране със собствен капитал в съответствие с изискването на чл. 12, ал. 2 от Наредба № 41, съответно при изчисляване на цената по метода не би следвало да бъдат правени изчисления за определяне на стойността на среднопотеглената цена на капитала (WACC).

9.17. От извършен преглед на представените на стр. 21 от търговото предложение исторически данни за приходите на дружеството е установено, че същите не съответстват на данните в одитираните ГФО на дружеството за съответните периоди. Необходимо е историческите данни да бъдат представени на базата на одитираните ГФО на дружеството, като изрично бъдат уточнени източниците на данните за историческите периоди.

9.18. С цел яснота и представителност на информацията, в таблицата на стр. 21 от търговото предложение следва да бъде включен ред „Други приходи от дейността“, доколкото дружеството реализира такива приходи в историческия период и предвид обстоятелството, че на стр. 22 от търговото предложение са направени прогнозни допускания по отношение на това перо от приходите на дружеството. Допълнително с цел изчерпателност на информацията следва да бъде направено пояснение относно естеството на тези приходи.

9.19. На стр. 21 от търговото предложение следва да бъдат посочени електронни адреси в интернет, от които да са проверими данните от анализа на трети страни, а именно Independent Commodity Intelligence Services (ICIS) и Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030 (ИПОЕК) по отношение на прогнозата за бъдещите количества доставена електроенергия и прогнозните цени на електроенергията, въз основа на които данни са прогнозираны оперативните приходи на оценяваното дружество.

9.20. Съгласно разпоредбите на чл. 4 и чл. 7 от Наредба № 41 заявителят трябва да обоснове всяко допускане, твърдение или прогнози, направени при определяне на стойността на акциите на дружеството по оценъчните методи като информацията следва да бъде представена на ясен и достъпен език. В тази връзка следва да бъде представено подробно описание на отделните компоненти, които формират оперативните разходи на дружеството през историческия и прогнозния период (например да се пояснят посочените на стр. 23 „данък задължение към обществото“ и „дисбаланси, нетно“). Даденото указание може да бъде изпълнено и чрез представяне в табличен вид на подробна разбивка на отделните компоненти, които формират оперативните разходи на дружеството. Също така, е необходимо да бъде разгледано как

преместването на клиентите на дружеството на свободен пазар ще се отрази върху прогнозните оперативни разходи на дружеството.

9.21. Представените исторически данни за оперативните разходи в таблиците на стр. 23 от търговото предложение не съответстват на оповестените данни в одитираните ГФО на дружеството, предвид което историческата информация за оперативните разходи следва да бъде представена съобразно данните от одитираните ГФО на дружеството и съответно тези данни да бъдат взети предвид при обосновката на прогнозните разходи на дружеството.

9.22. На стр. 23 от търговото предложение е направено изявление, че *„прогнозните разходи за покупка на електроенергия са завишени... като в модела е заложено, че делът им спрямо приходите на Дружеството постепенно ще се увеличава“*. На същата страница от търговото предложение е направено противоположно изявление, а именно че *„При прогнозирането на разходите за покупка на електроенергията е направено допускането, че техният дял от приходите ще остане непроменен през прогнозния период“*. Цитираното второ изявление не съответства на заложения процент на разходите спрямо приходите в таблицата на стр. 23 от търговото предложение, доколкото в прогнозния период делът на разходите спрямо приходите варира в диапазона от 90% до 92,5%. Предвид горепосоченото следва констатираните несъответствия да бъдат отстранени.

9.23. Необходимо е да бъде посочен електронен адрес в интернет, на който е осигурен достъп до посочените на стр. 24 от търговото предложение прогнози на организацията за прогнозни и консултантски услуги The Economist Intelligence Unit.

9.24. От таблицата на стр. 25 от търговото предложение е видно, че нетният оборотен капитал (НОК) на дружеството нараства през 2021 г. с 2 млн. лв., спрямо 2020 г. Същевременно в таблицата на стр. 27, в която е представена прогноза за нетните парични потоци е използвана стойност на изменението на НОК в размер на 3 млн. лв. Посочената неточност следва да бъде отстранена в таблицата на стр. 27.

9.25. Не са заложени амортизации в прогнозния период. Това води до получаване на по-ниски стойности на нетните парични потоци, тъй като се начисляват по-високи прогнозни разходи за данъци. В коригираното търгово предложение следва да бъдат начислени амортизации в прогнозния период, като техният размер следва да бъде обоснован на база прогнозните стойности на амортизируемите активи и счетоводната политика на оценяваното дружество.

9.26. Доколкото не е представена обосновка на направените допускания за залагане на стойности за данъци в прогнозата за нетните парични потоци, следва да бъде представена кратка информация относно данъците, включени в прогнозата с отчитане на актуалната към момента данъчна ставка съгласно чл. 175 от Закона за корпоративното подоходно облагане, която е в размер на 10%.

9.27. Следва да бъде посочена формулата, съгласно която е определена терминалната стойност на дружеството, съобразно посоченото в Приложение № 1 към Наредба № 41.

9.28. На базата на нетния паричен поток в последната прогнозна година (2026 г.), нормата на дисконтиране (8,4%) и растежа в следпрогнозния период (1%), неправилно е определена терминалната стойност на дружеството (36 млн. лв.). При правилно изчисляване на терминалната стойност, цената на акция по метода „Дисконтирани парични потоци“ приема по-висока стойност от изчислената в търговото предложение. Последната колона в таблицата на стр. 27, озаглавена „Терминална стойност“ е излишна и заложените данни в нея не следва да бъдат използвани за определяне на терминалната стойност на дружеството.

9.29. Заложеният темп на нарастване на нетните парични потоци от 1% в терминалния период е нереално занижен. На стр. 27 от търговото предложение е посочено, че заложеният дългосрочен темп на растеж *„кореспондира на дългосрочните*

прогнози на ИПОЕК“. Видно от данните (прогнозно вътрешно потребление и прогнозни средни цени на електрическата енергия) на стр. 242-243 от посочения документ за периода 2026 – 2040 г., средногодишния ръст на продаваната електроенергия в страната се очаква да бъде около 2%. Също така следва да се има предвид, че съгласно академичните разработки (например на проф. А. Дамодаран от Университета в Ню Йорк) и наложилата се практика, заложеният ръст на паричните потоци в терминалния период се съпоставя с прогнозния ръст на икономиката в дългосрочен план. Това е особено относимо за оценяваното дружество, защото изменението на brutния вътрешен продукт (БВП) в страната пряко се отразява на дейността на компанията (потреблението на електроенергия от бизнеса и населението). За Европейския съюз като цяло темповете на растеж са около 2% годишно. Предвид процеса на конвергенция България, която е развиващ се пазар, би следвало да има по-висок очакван ръст на икономиката спрямо средноевропейските нива. На стр. 182 от ИПОЕК са представени прогнозни данни за БВП на България, съгласно които се очаква БВП на страната за периода 2026 г. – 2040 г. да нараства с около 2,4% годишно. В тази връзка следва заложената стойност на дългосрочния ръст в следпрогнозния период да бъде завишена и надлежно обоснована.

9.30. При определяне на цената на една акция по метода „Дисконтирани парични потоци“ не е взета предвид стойността на паричните средства и паричните еквиваленти съгласно последния публикуван междинен финансов отчет към 30.06.2021 г. – 150 млн. лв. Посочените парични средства и парични еквиваленти представляват повече от 57% от общата сума на активите на оценяваното дружество, предвид което следва тяхната стойност да бъде отразена за целите на коректното и методологически последователно прилагане на метода и да бъде представена съответната обосновка за отражението на паричните средства върху метода.

9.31. С цел яснота по отношение начина на формиране на заложените стойности на оперативната печалба преди лихви, данъци и амортизации (ЕБИТДА) в прогнозата на нетните парични потоци, е необходимо в таблицата на стр. 27 от търговото предложение да бъде предвиден ред „Разходи“, съответно прогнозните стойности на разходите да бъдат отразени в таблицата.

9.32. Таблицата на стр. 27 от търговото предложение, в която е представена прогнозата на нетните парични потоци, следва да бъде допълнена с посочване на получената справедлива стойност на дружеството по метода, броя акции в обращение на оценяваното дружество, както и получената стойност на акция по метода. С цел представителност на данните, посочената таблица следва да съдържа стойностите на всички показатели, необходими за изчисляване на справедливата цена на акция по метода „Дисконтирани парични потоци“.

9.33. Във връзка с направените по-горе бележки цената на една акция на „ЧЕЗ Електро България“ АД по метода „Дисконтирани парични потоци“ следва да бъде преизчислена, като на всички относими места в търговото предложение следва да бъдат направени съответните корекции, съобразно дадените указания.

По отношение прилагането на метода „Нетна стойност на активите“

9.34. Следва да бъде отстранена техническа грешка в таблицата на стр. 30 от търговото предложение, доколкото при правилно изчисляване коректната стойност на една акция по метода „Нетна стойност на активите“ е в размер на 30 558 лв.

9.35. С оглед изискването на чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41, по т. V.5 от търговото предложение (стр. 30) следва да бъде направено изрично изявление дали по отношение на оценяваното дружество има инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции.

По отношение на метода „Пазарни множители на дружества - аналози“

9.36. По отношение прилагането на метода „Пазарни множители на дружества-анализи“ са констатирани следните съществени пропуски:

– в обосновката на метода не е представена таблична информация за стойностите на ключовите показатели на оценяваното дружество за последните 12 месеца (01.07.2020 г. – 30.06.2021 г.), така както е подходено за четирите чуждестранни дружества анализи. Посоченото възпрепятства извършването на обективен финансов анализ на база ясни критерии за определяне на съпоставимостта на дружествата-анализи с оценяваното дружество;

– при така заложените данни в първата таблица на стр. 29 от търговото предложение, коректната средно-аритметична стойност на множителя „Пазарна цена/Нетна печалба“ (P/E) е в размер на 10,753, а не както е посочено във втората таблица на стр. 29 от търговото предложение – 10,9;

– при така заложените данни във втората таблица на стр. 29 от търговото предложение цената на една акция по метода „Пазарни множители на дружества-анализи“ би следвало да бъде на по-висока стойност от изчислената;

– доколкото ключовите финансови показатели за избраните дружества-анализи, представени в таблицата на стр. 29 от търговото предложение са за последните 12 месеца (01.07.2020 г. – 30.06.2021 г.), неправилно във втората таблица е използвана стойността на нетната печалба на оценяваното дружество за 2020 г. Допълнително следва да се отбележи, че посочената стойност на печалбата от 15,47 млн. лв. не съответства на оповестената в ГФО на дружеството за 2020 г.;

– в нарушение на разпоредбата на чл. 7 от Наредба № 41 не е представена необходимата обосновка на направените допускания за избора на съотношението „Пазарна цена/Нетна печалба“ (P/E) и съответно липсва обосновка за неприлагането на други пазарни коефициенти, най-малко от които следва да се обоснове неприлагането на съотношенията „пазарна цена/собствен капитал“ и „пазарна цена/приходи от продажби“.

9.37. Съгласно разпоредбата на чл. 16, ал. 4 от Наредба № 41 за анализи при прилагането на метода „Пазарни множители на дружества-анализи“ следва да бъдат използвани такива дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество при съобразяването им със степента на сходство с оценяваното дружество. Изборът на конкретни дружества, използвани за анализи на оценяваното, следва да бъде направен на база ясни и обективни критерии и сравнителен финансов анализ. Избраните дружества за анализи подлежат на държавни регулации, различни от прилаганите в България, като са налице и съществени различия в техните рискови характеристики и перспективи спрямо оценяваното дружество, доколкото същите осъществяват дейността си на чуждестранни пазари. Също така, използваните за анализи чуждестранни дружества са значително по-големи по отношение на пазарна капитализация в сравнение с тази на оценяваното дружество (това е оповестено и на стр. 30 от търговото предложение). Предвид посоченото обосновано може да се допусне, че тези дружества не могат да бъдат използвани като дружества-анализи за целите на коректното прилагане на метода. Доколкото не могат да бъдат установени подходящи дружества-анализи със сходни мащаби и финансови показатели и чиито акции се търгуват на регулиран пазар, следва методът да отпадне при определянето на справедливата цена на акция на дружеството по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, като бъде обоснована неговата неприложимост.

По отношение на ликвидационната стойност:

9.38. По настоящото производство е налице обстоятелството по чл. 6, ал. 3, т. 6 от Наредба № 41: *стойностите на акциите на дружеството, обект на оценката, получени съгласно приложените оценъчни методи, се различават една от друга повече*

от 1,5 пъти. От данните в обосновката е видно, че цената на акция, изчислена по метода „Нетна стойност на активите“ надвишава 1,91 пъти цената на акция, изчислена по метода „Дисконтирани парични потоци“ съответно цената на акция, изчислена по метода „Пазарни множители на дружества-аналози“ надвишава 2,10 пъти цената на акция, изчислена по метода „Дисконтирани парични потоци“.

По настоящото производство е налице и обстоятелството по чл. 6, ал. 3, т. 8 от Наредба № 41 - Предложената цена по настоящото търгово предложение от 26 070 лв./акция е по-ниска от определената цена по метода „Нетна балансова стойност на активите“, която е 30 558 лв./акция. Методът „Нетна балансова стойност на активите“ и методът на ликвидационната стойност са подобни, тъй като и двата метода представляват разходен подход за определяне на стойността на оценяваната компания. Следва да се има предвид, че към 30.06.2021 г. 98% от актива на дружеството се формира от ликвидни активи – текущи вземания и парични средства, на които ликвидационната стойност би следвало да бъде близка до балансовата стойност.

Следователно са налице обстоятелства, съгласно които може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава предложената от търговия предводител цена за една акция на „ЧЕЗ Електро България“ АД.

Предвид горепосоченото може да се допусне, че ликвидационната стойност на акция на „ЧЕЗ Електро България“ АД е възможно да бъде по-висока от предлаганата цена от търговия предводител за акция, предвид което на основание чл. 6, ал. 3, т. 6 и т. 8 от Наредба № 41, за целите на настоящото търгово предложение следва да бъде изготвена и представена оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност.

По отношение на обосновката на теглата на използваните методи

9.39. Заложениите тегла на приложените оценъчни методи „Дисконтирани парични потоци“ и „Нетна стойност на активите“ за определяне на справедливата цена на акция по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, следва да бъдат преразгледани и обосновано определени, предвид дадените указания за изключване на метода „Пазарни множители на дружества-аналози“.

9.40. На стр. 31 от търговото предложение, в обосновката на теглата по приложените оценъчни методи, е направено изявление, че минимално изискуемият баланс по сметките на „ЧЕЗ Електро България“ АД следва да бъде в размер на 90 млн. лв., за да покрие изискванията за оборотен капитал на дружеството. С цел яснота на представената информация следва да бъдат разгледани конкретните регулаторни изисквания и разпоредби, които налагат дружеството да поддържа посочената минимална стойност на парични средства. Допълнително е необходимо подробно да бъдат разгледани причините, поради които оценяваното дружество поддържа парични средства в безсрочни депозити на значително по-висока стойност (по счетоводен баланс към 30.06.2021 г. – над 150 млн. лв.) от посочения в търговото предложение минимум за покриване на изискванията.

9.41. Справедливата цена на една акция на „ЧЕЗ Електро България“ АД следва да бъде преизчислена предвид необходимостта от изключване на метода „Пазарни множители на дружества-аналози“, както и предвид дадените указания за преизчисляване на цената по метода „Дисконтирани парични потоци“.

II. По приложените към търговото предложение документи:

По чл. 24, ал. 3, т. 4 от Наредба № 13 - Образци на заявление за приемане на търговото предложение и на заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение:

В заявлението за приемане на търговото предложение следва да се посочи изрично единичната цена за една акция, предложена от търговия предводител

„Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В., на която ще бъдат закупувани акциите от останалите акционери на „ЧЕЗ Електро България“ АД.

Въз основа на установеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 10 от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН) във връзка с чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

Р Е Ш И:

Издава временна забрана за публикуване на внесеното с писмо, вх. № 15-00-7 от 03.08.2021 г., търгово предложение от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В., Кралство Нидерландия за закупуване чрез ИП „Евро-Финанс“ АД, гр. София, на 1 650 броя акции (33%) от капитала на „ЧЕЗ Електро България“ АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

На основание чл. 13, ал. 3 от ЗКФН решението може да бъде обжалвано пред Административен съд – София област в 14 – дневен срок от съобщаването му.

Обжалването на решението не спира изпълнението на индивидуалния административен акт. При обжалване чл. 166 от Административнопроцесуалния кодекс не се прилага.

ПРЕДСЕДАТЕЛ:

БОЙКО АТАНАСОВ